信达证券 CINDA SECURITIES

Research and
Development Center

高分红西南焦煤龙头步入快速成长期

—— 盘江股份（600395.SH）深度报告

2020 年 07 月 15 日

左前明　煤炭行业首席分析师

周 杰　煤炭行业分析师

高分红西南焦煤龙头步入快速成长期

2020 年 07 月 15 日

证券研究报告

公司研究——深度研究

盘江股份（600395.SH）

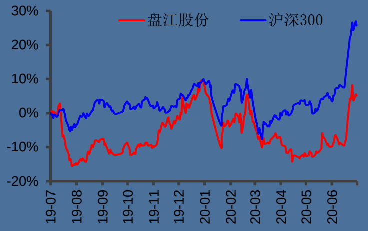
买 入　增 持　持 有　卖 出

首次评级：买入

左前明 煤炭行业首席分析师
执业编号:S1500518070001
联系电话：+86 10 83326795
邮箱：zuoqianming@cindasc.com

周　杰 煤炭行业分析师
执业编号:S1500519110001
联系电话：+86 10 83326797
邮箱：zhoujie@cindasc.com

盘江股份相对沪深 300 表现



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司主要数据（2020.7.14）

收盘价（元）	6.15
52 周内股价波动区间(元)	6.40/4.94
最近一月涨跌幅(%)	16.70%
总股本(亿股)	16.55
流通 A 股比例(%)	100%
总市值(亿元)	101.79

资料来源：信达证券研发中心

信达证券股份有限公司
CINDA SECURITIES CO.,LTD
北京市西城区闹市口大街 9 号院 1 号楼
邮编：100031

本期内容提要：

- **供给侧改革以来公司盈利能力与现金流持续提升和改善。**公司主要业务涵盖煤炭、机械和电力三个板块，煤炭业务贡献 94%的营收和 95%的毛利。受益于供给侧改革，煤炭行业景气度提升，营收、净利和 ROE 自 2016 年以来持续提升，2019 年实现营业收入 62.96 亿元、归母净利润 10.91 亿元、ROE 为 15.68%，在主要焦煤上市公司中位于前列。同时现金流改善明显，2019 年净利润现金比率达 159.70%。

- **公司在西南区域拥有明显规模优势，盈利能力在可比公司前列。**公司是西南最重要的大型炼焦煤和动力煤生产基地，是区域最大的炼焦煤企业。所处贵州省煤炭资源丰富，有“江南煤海”之称，盘江股份旗下拥有在产煤炭矿井 5 座，资源储量 19 亿吨，可开采储量 12 亿吨。核准产能 1000 万吨/年，平均单井产能 200 万吨/年，相比同区域内其他煤企具备绝对的规模优势。2019 年原煤产量 906.98 万吨，连续三年增长。公司主要煤炭产品为精煤和混煤。销量约各占一半，精煤略少。公司商品煤吨煤毛利约 262 元/吨，居可比公司前列；近年煤炭业务毛利率稳定在 35%的较高水平。

- **公司内生性与外延性增长潜力巨大，居行业首位。**内生性增长方面：未来两年，随着马依公司、恒普公司旗下在建煤矿建成投产，山脚树矿、月亮田矿技改完成，盘南公司股权划转完毕，2020-2022 年将陆续增加产能共计 895 万吨/年，较当前产量增长 89.5%。十四五期间产能增加空间为 2035 万吨/年。此外，盘江煤电集团、盘江投资拥有上市公司体外产能超过 2215 万吨/年，外部产能注入空间同样广阔。

- **供给侧改革加剧供需错配，盘江股份充分享受区域市场红利。**除贵州省外，周边省份均为煤炭净调入，西南地区煤炭净调入总量超 1 亿吨。由于地理位置特殊，南煤北运物流成本高，进口煤影响有限，因而形成了相对封闭的煤炭市场。受供给侧改革影响，2019 年西南地区原煤产量相较 2015 年下降 29.15%，且四川、广西等地仍存在大量 30 万吨/年以下产能，未来供给将进一步减少。从需求端来看，西南地区经济增速全国领先，成为新的经济增长点，电力、钢铁对煤炭需求不断提升。广西多个千万级钢铁项目以及贵州大数据中心建设进一步加剧了西南地区紧张的供求关系。公司坐享区位优势，伴随自身产能释放，公司将充分享受区域煤炭市场高景气红利。

- **公司资本结构良好，债务负担小，分红股息高。**2017-2019 年资产负债率分别为 44.84%、47.46%、46.51%，有息负债率分别为 28.86%、34.11%、30.95%，在焦煤上市公司中负债率最低。连年提升的经营业绩叠加较低债务负担，保证了充足的现金流，是公司强大分红能力的保障。公

司连续多年进行高额分红，近十年平均分红率超60%，远超可比上市公司。在全球负利率，无风险收益率不断下行情况下，增长的盈利能力叠加高分红、高股息更加凸显盘江股份的投资价值。

- ◆ **盈利预测与投资评级：** 我们预测公司2020-2022年摊薄EPS 分别为0.66、1.00和1.22元，对应2020年7月14日收盘价（6.15元/股）对应市盈率9/6/5倍，基于公司兼具高分红和成长性，首次覆盖给予公司“买入”投资评级。
- ◆ **股价催化剂：** 公司在建产能提前投产；外部优质资产加速注入；区域煤炭供需进一步偏紧。
- ◆ **风险因素：** 疫情影响下经济超预期下滑；产能释放和资产注入速度不及预期；区域电煤供应紧张下政府要求公司提高电煤供应量；公司煤矿出现安全生产事故。
- ◆

重要财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业总收入(百万元)	6,089.81	6,457.64	7,116.29	9,542.28	11,091.57
增长率 YoY %	0.14%	6.04%	10.20%	34.09%	16.24%
归属母公司净利润(百万元)	944.94	1,090.97	1,094.34	1,657.71	2,019.49
增长率 YoY%	7.72%	15.45%	0.31%	51.48%	21.82%
毛利率%	33.90%	35.68%	34.87%	39.39%	40.74%
净资产收益率 ROE%	14.52%	15.68%	14.48%	20.04%	21.37%
EPS(摊薄)(元)	0.57	0.66	0.66	1.00	1.22
市盈率 P/E(倍)	11	9	9	6	5
市净率 P/B(倍)	1.55	1.39	1.31	1.16	1.00

资料来源：万得，信达证券研发中心预测 注：股价为2020年07月14日收盘价

目录

盘江股份：江南煤海中诞生的高盈利龙头企业 3
1、公司基本情况 3
2、公司经营涵盖三大板块，煤炭业务贡献绝对营收和利润 4
3、煤炭业务板块分析 5
3.1、煤炭资产情况 *5*
3.2、煤炭生产销售情况 *6*
3.3、煤炭售价及盈利情况 *8*
4、公司盈利能力明显提升，精煤成为核心动能 11
4.1、公司经营业绩连年增长，现金流改善 *11*
4.2、公司债务负担低，分红能力强 *13*
公司内生增长确定性强，三年翻倍，外延空间大 15
1、公司内生性增长确定性强，三年内产能将翻倍 *15*
2、控股股东、实控人体内拥有大量产能，公司产能增长潜力巨大 *16*
西南煤炭市场供需持续紧平衡 19
1、供给侧改革期间，煤炭供给逐年递减 19
2、煤炭需求稳中有升，供需缺口扩大 20
3、公司地理位置优越，竞争优势稳固 21
盈利预测 23
风险提示 23

表目录

表 1：盘江股份在产矿井情况（万吨，万吨/年）........
表 2：盘江股份在建矿井情况（万吨，万吨/年）........
表 3：盘江股份在建、拟建矿井情况（万吨）........
表 4：盘江股份在建、拟建矿井情况（万吨）........
表 5：盘江控股体内煤炭矿井情况（万吨）........
表 6：盘江煤电集团煤炭矿井情况（万吨）........
表 7：2016 年以来西南各省去产能情况（万吨）........
表 8：可比公司盈利及估值对比（7 月 4 日收盘价）........

图目录

图 1：盘江股份股权结构图 ....
图 2：煤炭业务贡献 94%的营业收入（亿元）........
图 3：煤炭业务毛利润占比超 95%（亿元）........
图 4：2016-2019 年各业务营收占比........
图 5：2016-2019 年各业务毛利占比........
图 6：2016-2019 年公司各业务毛利率 ....
图 7：2016-2019 年公司煤炭产销情况（万吨）........
图 8：2016-2019 公司商品煤销售构成（万吨）........
图 9：2016-2019 年公司商品煤销售结构 ....
图 10：2016-2019 年焦煤上市公司原煤产量（万吨）........
图 11：2016-2019 年焦煤上市公司精煤洗出率........
图 12：2016-2019 年公司商品煤售价情况（元/吨）........
图 13：2016-2019 年焦煤上市公司商品煤综合售价（元/吨）........
图 14：2016-2019 年焦煤上市公司吨煤销售成本（元/吨）........
图 15：2016-2019 年焦煤上市公司吨煤毛利润（元/吨）........
图 16：2016-2019 年焦煤上市公司吨煤毛利率........
图 17：煤炭业务板块营业收入(亿元)........
图 18：煤炭业务板块毛利润(亿元)........
图 19：分煤种毛利率 ....
图 20：营业收入稳步增长(亿元)........
图 21：归母净利润连续四年快速增长(亿元)........
图 22：公司连续三年 ROE 水平领先行业 ....
图 23：净利润率行业领跑 ....
图 24：经营活动净现金流明显改善(亿元) ....
图 25：公司资产负债率稳中有降 ....
图 26：有息负债率行业最低........
图 27：分红率行业领跑........
图 28：上市以来分红率显著领先 ....
图 29：2000 年以来西南五省区原煤产量(万吨)........
图 30：西南地区炼焦煤产量比重较大(万吨)........
图 31：西南地区 GDP 增速领先全国 ....

图 32: 西南地区固定资产投资完成额增速较快 ....
图 33: 西南地区粗钢产量快速增长(万吨) ....
图 34: 西南地区焦炭产量开始增加(万吨) ....
图 35: 2000 年以来西南五省区煤炭消费量(万吨)..
图 36: 西南地区煤炭供需缺口不断扩大(万吨) ....

盘江股份：江南煤海中诞生的高盈利龙头企业

1、公司基本情况

贵州盘江精煤股份有限公司（以下简称“盘江股份”或“公司”）由贵州盘江投资控股（集团）有限公司（以下简称“盘江控股”）、中国煤炭工业进出口集团公司、贵阳特殊钢有限责任公司、福建省煤炭工业（集团）有限责任公司、贵州省煤矿设计研究院、中煤工程设计咨询集团重庆设计研究院、防城港务局和贵州煤炭实业总公司 8 家法人共同发起设立，于 1999 年 10 月 29 日登记注册的股份有限公司。

2001 年 5 月 31 日，盘江股份（600595.SH）在上海证券交易所挂牌上市，是贵州首家煤炭上市公司，也是西南地区规模最大的煤炭上市公司。截至 2020 年 3 月 31 日，盘江控股持有公司 58.07%的股份，为公司控股股东。贵州省国资委通过贵州盘江煤电集团 100%持有盘江控股，为公司实际控制人。

贵州省委省政府从战略高度出发，深入推进国有企业战略性重组，新组建的盘江煤电集团由贵州四大国有煤企重组而成，即盘江资本、水矿集团、六枝工矿集团和林东矿业集团“合四为一”。持有大量优质资源的盘江煤电集团成为了长江以南地区最大煤炭企业，在 2019 年中国煤炭企业 50 强和煤炭产量 50 强中分别位列 24 位和 34 位。盘江股份作为盘江煤电集团旗下的核心企业，在资源、技术、人才等方面将得到大力支持。

图 1：盘江股份股权结构图

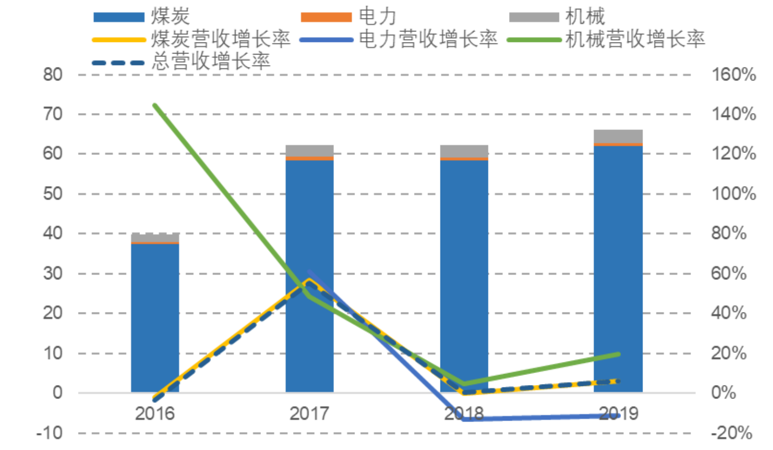
资料来源：公司官网，信达证券研发中心

2、公司经营涵盖三大板块，煤炭业务贡献绝对营收和利润

公司从事煤炭的开采、洗选加工和销售以及电力的生产和销售，主要产品为煤炭和电力。

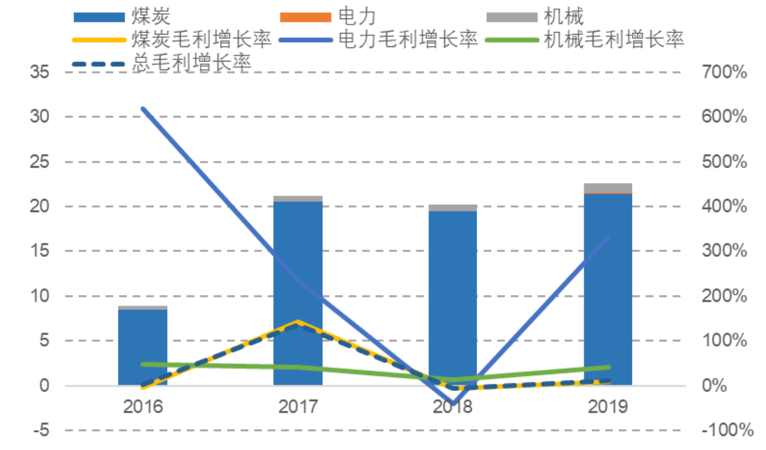
公司 2016-2019 年分别实现营业收入 39.14、60.81、60.9 和 64.58 亿元，毛利 9.19、21.68、20.65 和 23.04 亿元，毛利率分别为 23.48%、35.65%、33.90%、35.68%。

图 2：煤炭业务贡献 94%的营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 3：煤炭业务毛利润占比超 95%（亿元）



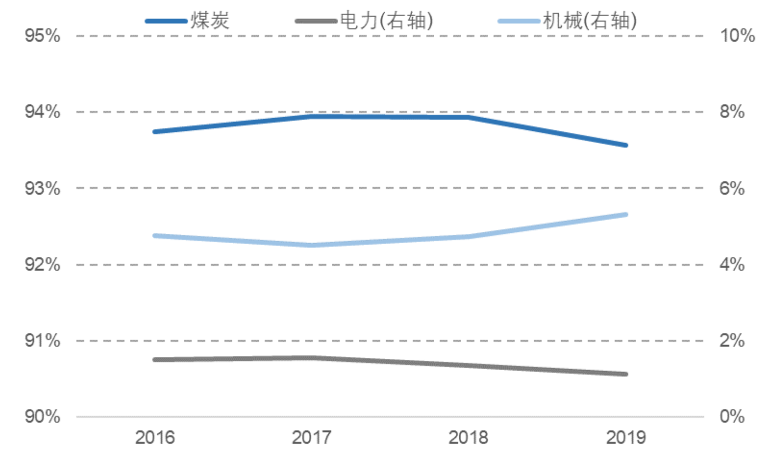
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司煤炭经营模式为对开采出的原煤进行洗选加工并对外销售，主要煤炭产品为精煤和混煤。其中精煤产品可分为焦煤、喷吹煤等，主要供钢铁、化工行业使用；混煤（动力煤）主要供火电、化工行业使用。作为绝对核心业务，2017-2019 煤炭业务贡献了公司绝大部分收入，占比保持在 94%左右，同时贡献了公司超过 95%的毛利。2019 年，煤炭外销实现营业收入 61.9 亿元、毛利 21.4 亿元，同比分别增 5.97%、10.1%，毛利率 34.58%。

机械和电力业务收入规模较小。贵州盘江矿山机械公司作为公司的矿山服务平台，主要为公司提供先进装备制造、配件加工和技能培训服务，为煤炭主业发展提供人才、技术、装备支撑，提升矿井机械化自动化水平。机械业务收入主要来源于矿机公司对外提供的机械设备修理和设备租赁服务。机械业务呈现逐年增长态势。2019 年实现营收、毛利分别为 3.52、1.03 亿元；同比增长 19.65%、41.56%；占比分别为 5.31%、4.56%；毛利率 29.24%。

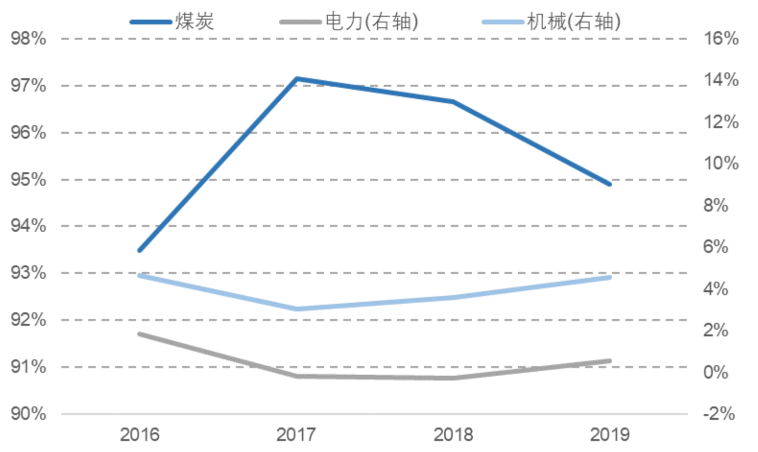
电力业务主要为火铺矸石发电厂利用煤矿生产过程中的尾矿或废弃物，进行低热值煤发电，电力产品主要供公司下属矿区使用。电力业务 2019 年实现营收、毛利分别为 0.74 亿、0.12 亿元；同比变动-11.19%、332.97%；占比分别为 1.12%、0.55%；毛利率 16.77%。

图 4：2016-2019 年各业务营收占比



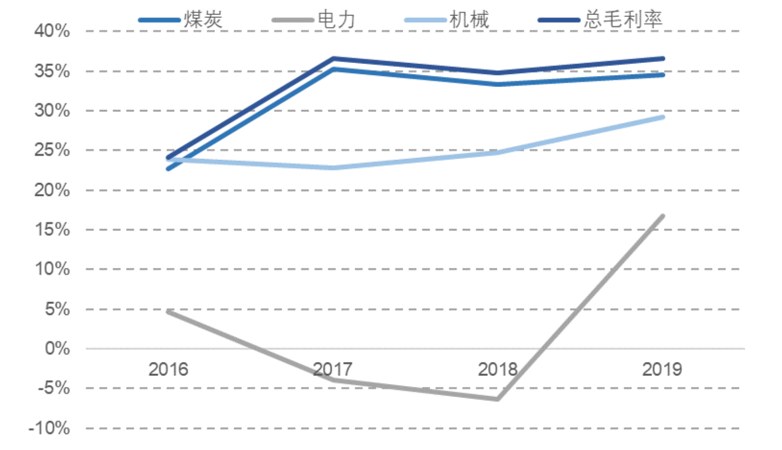
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 5：2016-2019 年各业务毛利占比



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 6：2016-2019 年公司各业务毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3、煤炭业务板块分析

3.1、煤炭资产情况

公司是中国南方地区重要的大型炼焦煤和动力煤生产基地，是西南地区最大的炼焦煤企业。贵州省煤炭资源丰富，有"江南

煤海”之称，在全国仅次于蒙、晋、疆、陕，排列第五位。公司所在的盘江矿区被国家列为重点开发的十大矿区之一，矿区煤炭资源储量丰富，探明地质储量近 100 亿吨，远景储量 383 亿吨，炼焦煤储量占贵州省炼焦煤总储量的 47.97%。煤种有气、肥、焦、瘦、贫及无烟煤，煤种齐全，动力煤发热量≥5,200 大卡，含硫量小于 0.6%，灰份含量≤10%，煤质优良，是理想的冶金、化工和动力用煤。

盘江股份旗下拥有在产煤炭矿井 5 座，资源储量 19 亿吨，可开采储量 12 亿吨。2020 年 5 月金佳矿一采区（90 万吨/年）结束联合试运转，金佳矿产能由 155 万吨/年增至 245 万吨/年。盘江股份核准产能由 910 万吨/年增长至 1000 万吨/年，平均单井产能提升至 200 万吨/年，相比同区域内其他煤企具备绝对的规模优势。

表 1：盘江股份在产矿井情况（万吨，万吨/年）

矿井名称	地质储量	可采储量	煤种	产能	持股比例	状态
火铺矿	30456	18464.5	焦煤、肥煤	180	100%	在产
月亮田矿	34855.3	24153.4	焦煤、肥煤	115	100%	在产
山脚树矿	33601.1	17594.4	焦煤、肥煤	180	100%	在产
土城矿	40356.6	25828.2	焦煤、肥煤	280	100%	在产
金佳矿	50726.3	32876.4	无烟煤、贫煤、瘦煤	245	100%	在产
合计	189995.3	118916.9		1000		

数据来源：公司公告、集团中期票据募集说明书、信达证券研发中心

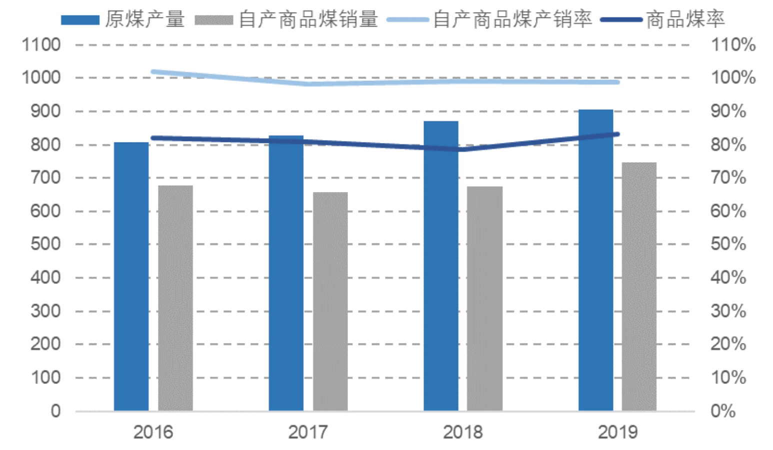
表 2：盘江股份在建矿井情况（万吨，万吨/年）

矿井名称	地质储量	可采储量	煤种	产能	持股比例	状态
马依西一井	325181	136044.5	瘦煤、贫瘦煤	240	73.51%	预计 2021 年一采区完工投产
马依东一井			焦煤、无烟煤、贫煤	240	73.51%	规划
马依西二井			焦煤、无烟煤、贫煤	300	73.51%	规划
马依东二井			焦煤、无烟煤、贫煤	300	73.51%	规划
发耳二矿西井一期	114228	46888	焦煤、贫煤、瘦煤	90	90%	预计 2020 年底完工投产
发耳二矿西井二期			焦煤、贫煤、瘦煤	150	90%	预计 2022 年完工投产
发耳二矿东井			焦煤、贫煤、瘦煤	180	90%	规划
在建矿井小计	439409	182932.5		1500		
合计	629404.3	301849.4		2500		

3.2、煤炭生产销售情况

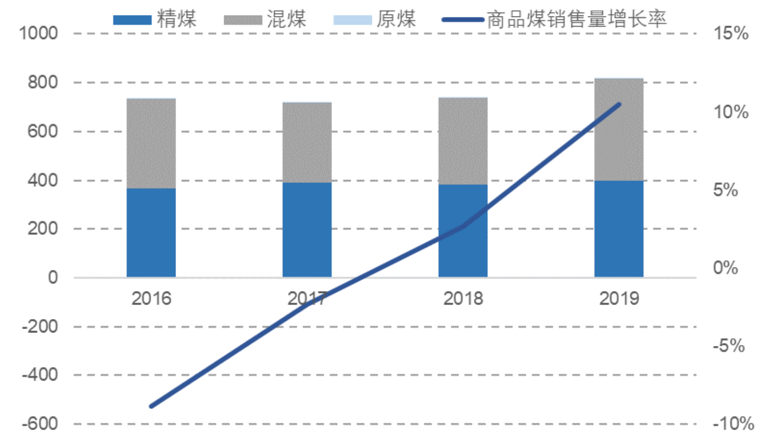
公司不断推进矿井机械化自动化水平提升，已实现采煤工作面全面实现机械化开采，综掘程度达到 80%，单产单进水平不断提高，产能利用效率显著提升。2017-2019 年原煤产量分别为 828.36、869.46、906.98 万吨，同增 2.46%、4.96%、4.32%，以 2019 年核定产能 910 万吨/年计算，产能利用率高达 99.67%。精煤洗出率保持在 40%左右，在其他焦煤企业精煤洗出率普遍降低的情况下，实现精煤洗出稳中有升。公司 2017-2019 年商品煤产量分别为 669.22、681.97、755.27 万吨，商品煤率分别为 80.79%、78.44%、83.27%; 同期自产商品煤销量分别为 657.30、675.05、746.42 万吨，产销率达到 98.22%、98.99%、98.83%。

图 7：2016-2019 年公司煤炭产销情况（万吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 8：2016-2019 公司商品煤销售构成（万吨）

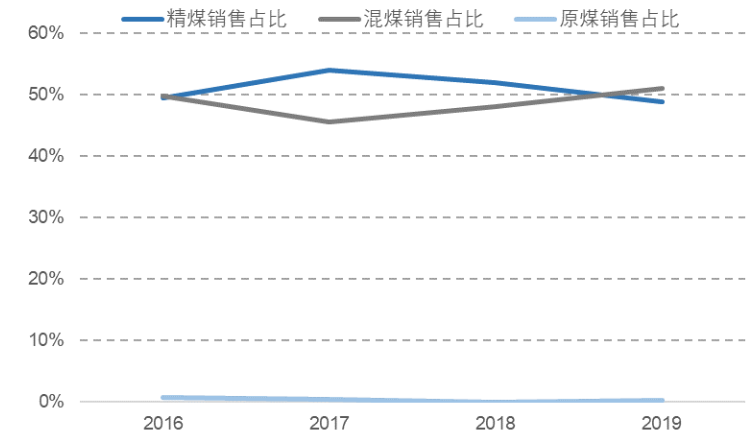


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

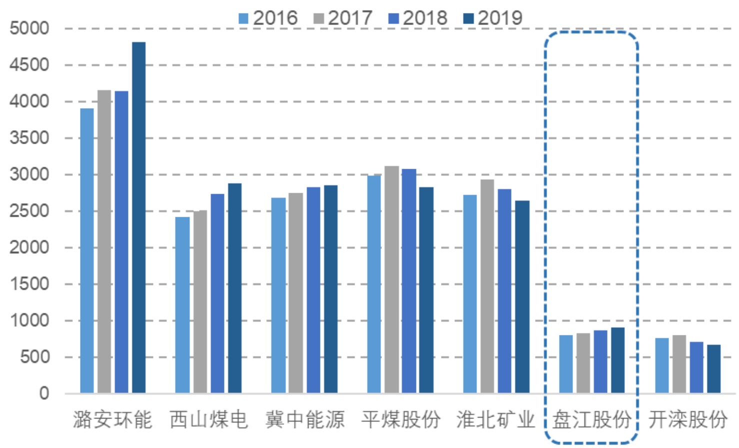
2016 年公司精煤、混煤销量各占 50%；供给侧改革清理过剩产能后，焦煤市场供求关系优化，2017 年精煤价格上行，公司增加了精煤供应，精煤混煤销量占比分别变化为 54.04%、45.57%。但同时，贵州省在 2017-2018 年间大量淘汰落后产能，省内电煤供不应求，盘江股份作为贵州省国资委下属企业，为了保障省内电煤供应，公司产品结构调整，增加混煤产出，同时减少建材用煤和省外电煤的供应，省内电煤销量不断提升。2018-2019 年精煤销量占比分别为 51.87%、48.79%，混煤销量占比分别为 48.07%、50.94%，精煤销量占比略有下降，我们认为随着公司产能释放，混煤供给量逐步增加能够满足保供需求，公司精煤销量占比或将维持在当前水平。

图 9：2016-2019 年公司商品煤销售结构

图 10：2016-2019 年焦煤上市公司原煤产量（万吨）

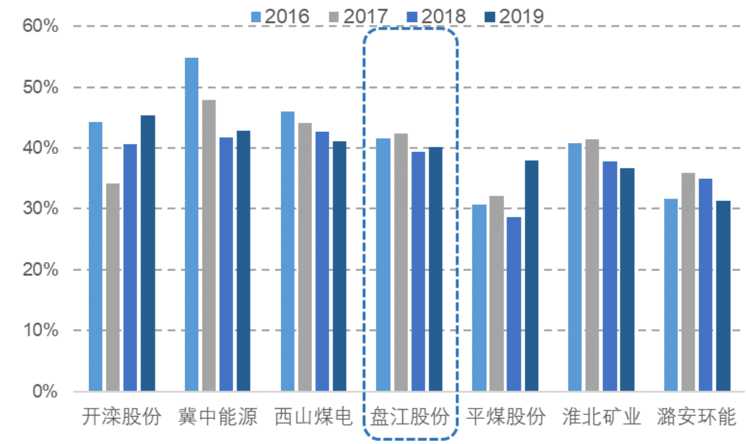


资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 11：2016-2019 年焦煤上市公司精煤洗出率

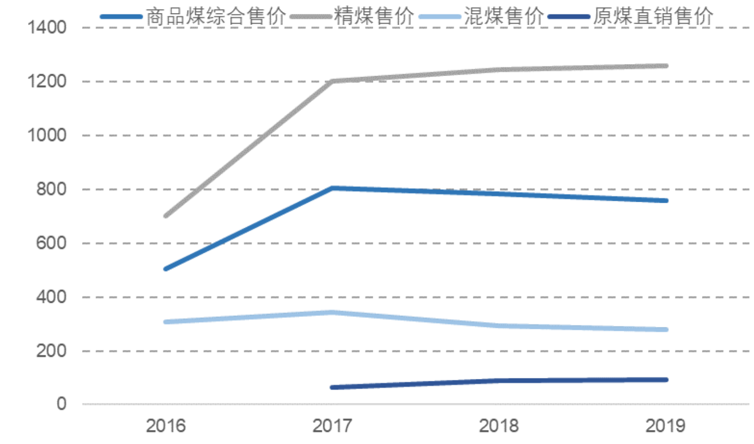


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

3.3、煤炭售价及盈利情况

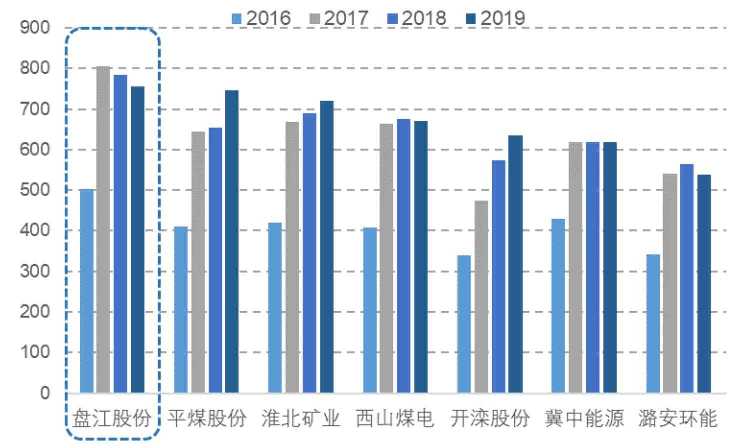
盘江股份商品煤价格和成本均为行业最高水平。2017-2019 年公司商品煤综合售价分别为 806.08、785.28、757.05 元/吨，均为焦煤上市公司最高水平。2017 年以来价格略有下行主要是受混煤占比提升和价格下行影响，由于贵州地区保供电煤限价，2018、2019 年混煤售价分别为 291.6、280.66 元/吨。

图 12：2016-2019 年公司商品煤售价情况（元/吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 13：2016-2019 年焦煤上市公司商品煤综合售价（元/吨）



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

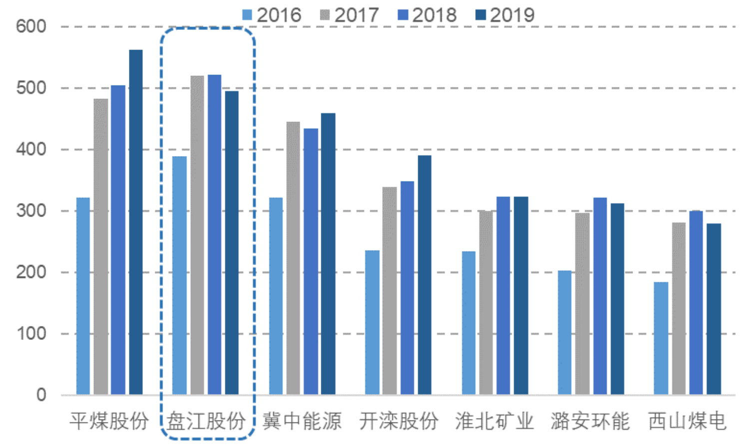
2017-2019 年吨煤销售成本分别为 519.97、522.14、494.95 元，17、18 年成本高居行业首位，19 年由于成本控制取得成效，吨煤成本小幅下降。公司高成本主要由于公司所在矿区地质条件复杂，难以进行机械化大规模开采，同时煤与瓦斯突出，虽然公司为贵州省内产能最大企业，单井产能远超省内其他企业，但和北方优质煤矿产区相比，单井规模仍不具备竞争力，产能分散叠加大型机械设备利用条件差导致公司难以通过规模经济效应降低生产成本，高额的职工薪酬占了近半成本。同时，矿井瓦斯含量高、开采条件复杂，公司计提高额安全生产费以及维简费。公司正在积极推进矿井智能化改造，以及随着新矿井的投产未来吨煤成本有望进一步压减。

综合高煤价和高成本，公司仍保持了较好的盈利能力，2017-2019 年吨煤毛利润分别为 286.11、263.14、262.10 元，同比变动 149.65%、-8.03%、-0.39%，同期焦煤上市公司平均吨毛利为 202.33、234.81、246.92 元，吨煤毛利位居行业前列；2017-2019 年公司吨煤毛利率为 35.49%、33.51%和 34.62%。

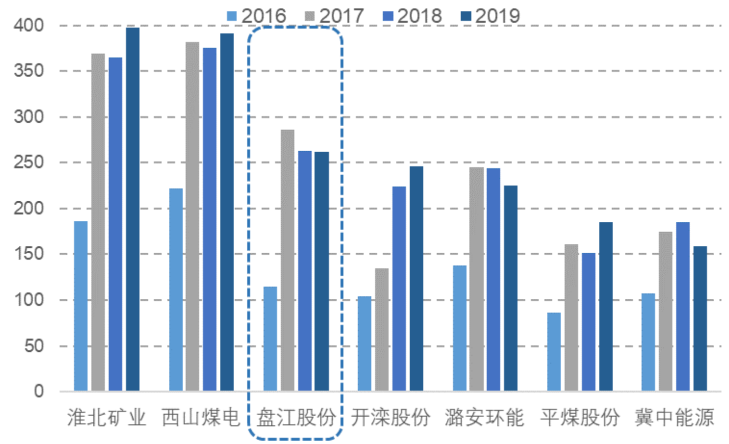
分煤种来看，精煤量利齐升，推动盈利大幅增长。2017-2019 年，公司自产精煤吨毛利在成本上升情况下依然实现连年增长，公司 2019 年自产精煤毛利达到 473.17 元，在行业中处于绝对高位。同时，年销量 361.14 万吨，同比增加 17.76 万吨，贡献公司主要业绩增长。

图 14：2016-2019 年焦煤上市公司吨煤销售成本（元/吨）

图 15：2016-2019 年焦煤上市公司吨煤毛利润（元/吨）

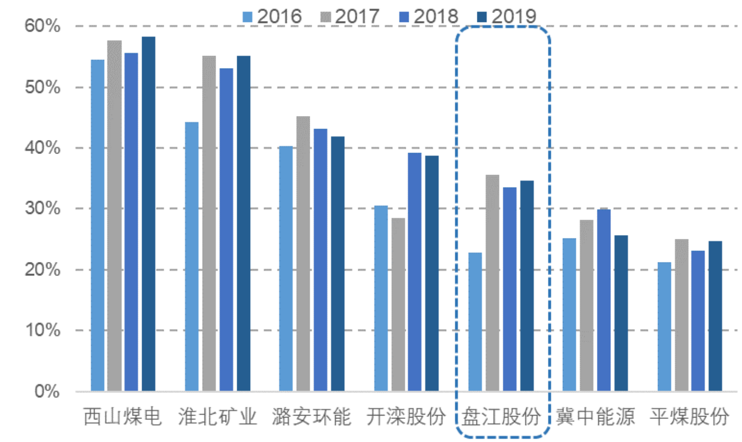


资料来源：公司公告，信达证券研发中心



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 16：2016-2019 年焦煤上市公司吨煤毛利率

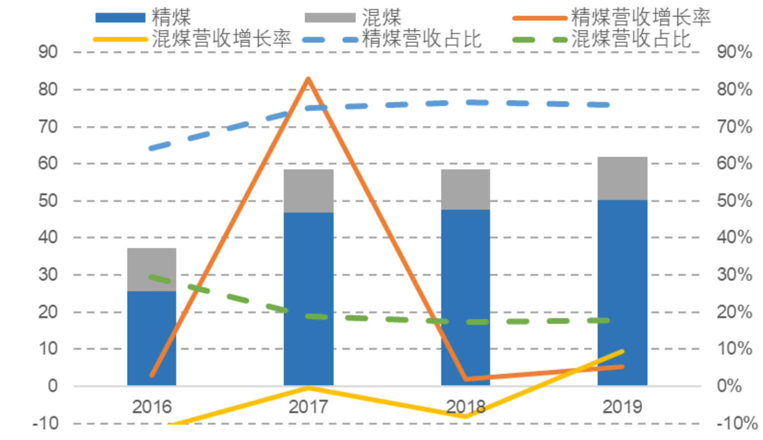


资料来源：公司公告，信达证券研发中心

公司煤炭业务营收、利润主要由精煤贡献。2017-2019 公司精煤产品营业收入连续三年正增长，分别实现 46.8、47.7、50.1 亿元，占比为 75.16%、76.65%、75.77%；精煤毛利润 2017-2019 年分别为 16.2、15.6、17.1 亿元，占比分别为 76.43%、77.52%、75.79%；毛利率分别为 34.62%、32.72%、34.1%。

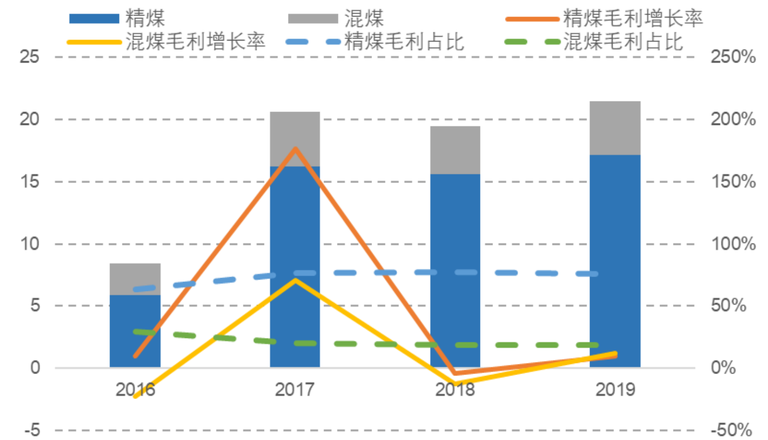
2017-2019 年混煤产品实现营业收入分别为 11.7、10.8、11.8 亿元，占比分别为 18.79%、17.29%、17.80%；实现毛利润 4.4、3.9、4.3 亿元，占比 20.72%、19.14%、19.1%；混煤毛利率分别为 37.54%、35.81%、36.59%。

图 17：煤炭业务板块营业收入(亿元)



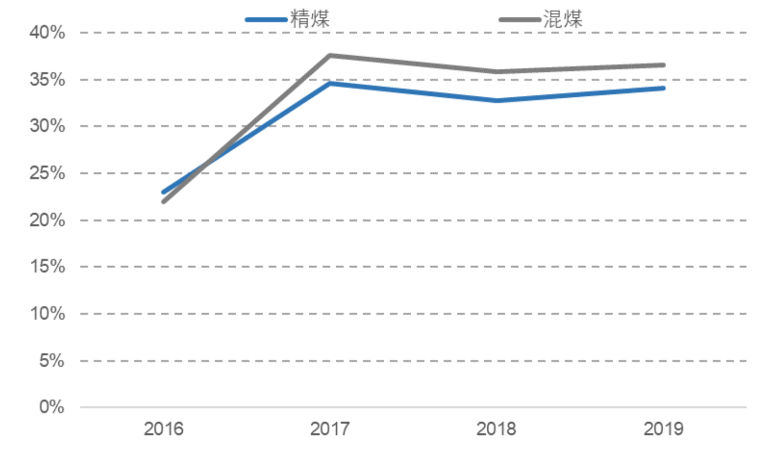
资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 18：煤炭业务板块毛利润(亿元)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 19：分煤种毛利率



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

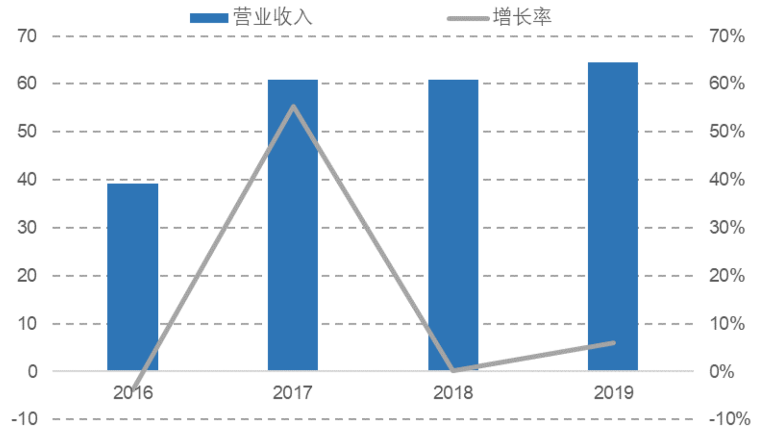
4、公司盈利能力明显提升，精煤成为核心动能

4.1、公司经营业绩连年增长，现金流改善

随着 2016 年煤炭行业供给侧改革开展，行业内产能过剩有效出清，公司经营业绩增长势头不断。自 2017 年开始，盘江股份

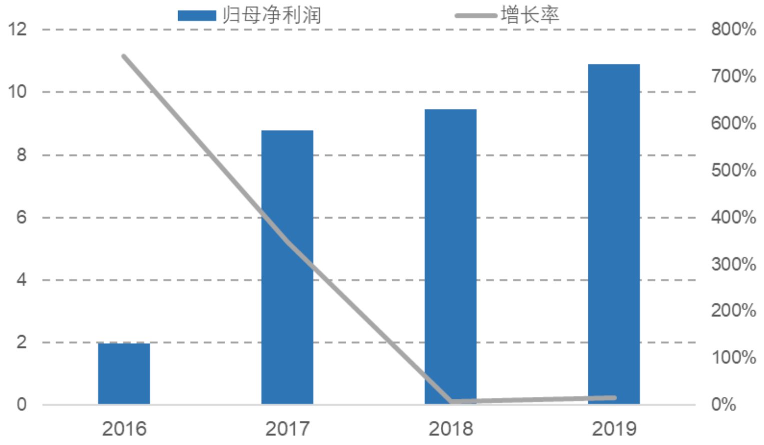
盈利逐年增长，营业收入同比增长 56.29%、-0.35%、6.86%，归母净利润增长率分别为 347.52%、7.72%、15.45%。2019 年实现营业收入 62.96 亿元、归母净利润 10.91 亿元。近三年净利润率分别为 14.24%、15.51%、16.89%，ROE 分别为 13.94%、14.52%、15.68%，在主要焦煤上市公司中位于前列。

图 20：营业收入稳步增长(亿元)



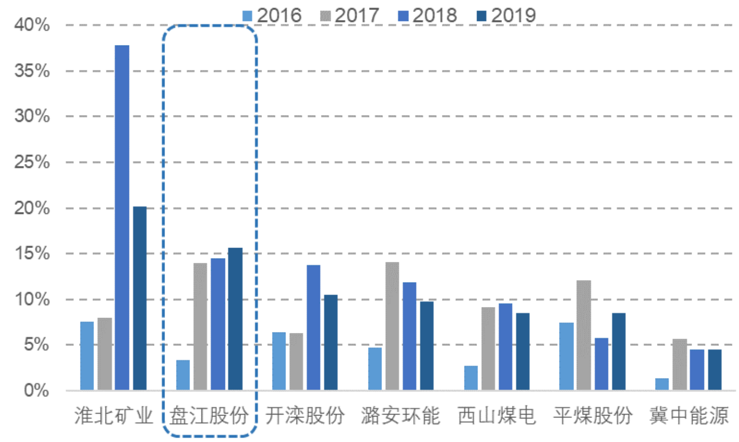
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 21：归母净利润连续四年快速增长(亿元)



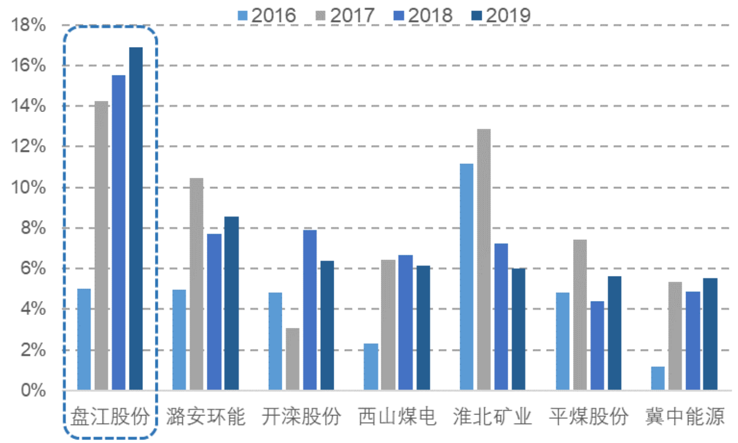
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 22：公司连续三年 ROE 水平领先行业



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 23：净利润率行业领跑

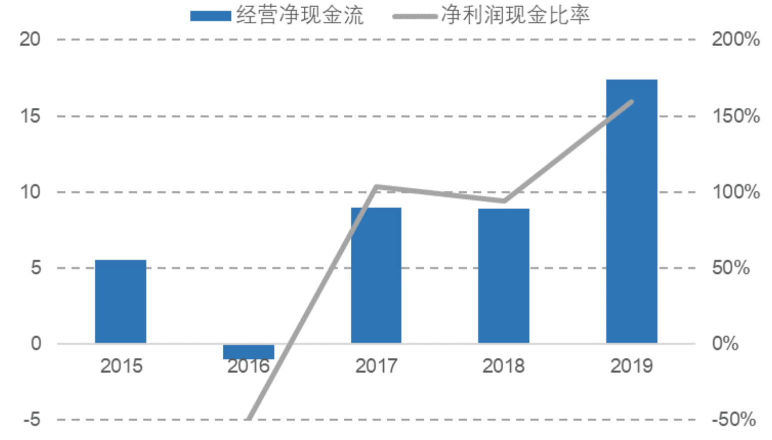


资料来源：万得，信达证券研发中心

公司现金流状况明显改善，2017-2019 年经营活动净现金流量分别为 8.94、8.88、17.42 亿元，净利润现金比率分别为 103.21%、

94.03%、159.70%。

图 24：经营活动净现金流明显改善(亿元)



资料来源：万得，信达证券研发中心

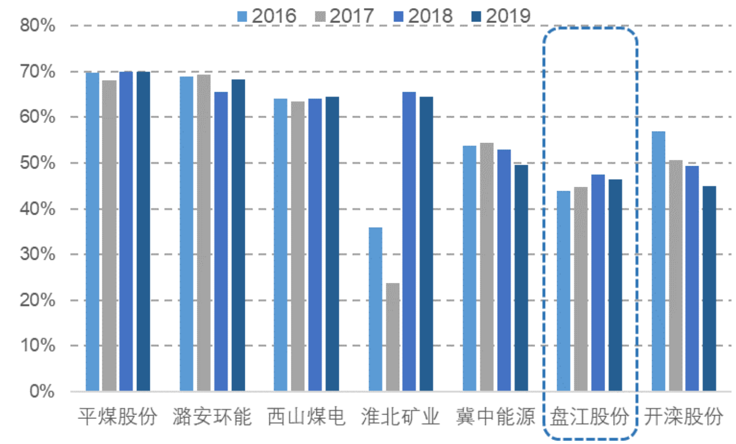
4.2、公司债务负担低，分红能力强

公司资本结构良好，债务负担小。2017-2019 年资产负债率分别为 44.84%、47.46%、46.51%，有息负债率分别为 28.86%、34.11%、30.95%，在焦煤上市公司中负债率最低。

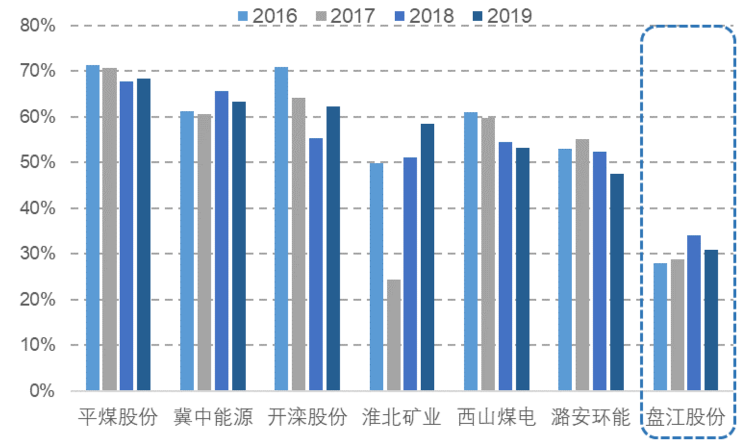
连年提升的经营业绩叠加较低债务负担，保证了充足的现金流，是公司强大分红能力的保障。公司连续多年进行高额分红，2019 年拟每股派息 0.4 元，分红率为 60.68%，上市以来年均分红率高达 61.48%，大幅高于其他焦煤上市公司。全球负利率，无风险收益率不断下行情况下，稳定的盈利能力叠加高分红、高股息无疑提升了盘江股份的投资价值。

图 25：公司资产负债率稳中有降

图 26：有息负债率行业最低

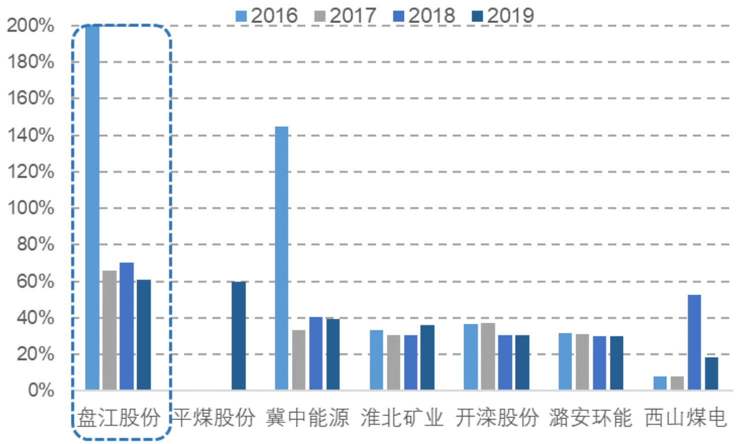


资料来源：万得，信达证券研发中心



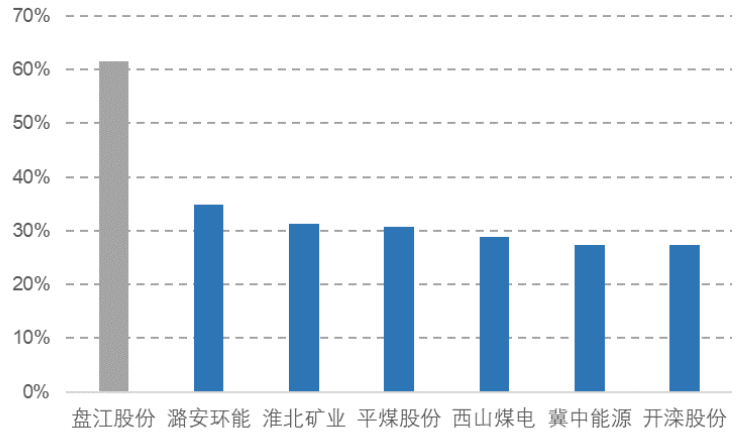
资料来源：万得，信达证券研发中心

图 27：分红率行业领跑



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 28：上市以来分红率显著领先



资料来源：万得，信达证券研发中心

公司内生增长确定性强，三年翻倍，外延空间大

1、公司内生性增长确定性强，三年内产能将翻倍

盘江股份分别以 73.51%、90%的持股比例控股马依公司和恒普公司，马依公司和恒普公司旗下矿井资源储量共计 43.9 亿吨、可采储量 18.3 亿吨，已超过公司在产煤矿资源规模。

公司目前正在积极推进新矿前期核准、建设以及旧矿技术改造，以实现产能快速扩张。当前拥有在建煤矿 2 座，分别为马依公司马依西一井（240 万吨/年）预计 2021 年一季度建成投产，恒普公司发耳二矿一期（90 万吨/年）预计 2020 年底建成投产，发耳二矿二期（150 万吨/年）已于 2019 年 12 月 30 日完成前期核准工作准备开工建设，预计 2022 年完工投产。根据公司年报披露，预计 2020 年底，山脚树矿、月亮田矿将完成技改扩能，届时产能提升 205 万吨/年。

近日，公司发布公告，拟采用现金支付的方式受让控股股东盘江控股持有盘南公司 54.90%的股权，公司将取得盘南公司旗下响水矿（330 万吨/年）所有权。此外，公司还将积极推进马依东一井（240 万吨/年）、马依东二井（300 万吨/年）、马依西二井（300 万吨/年）、发耳二矿东井（180 万吨/年）前期核准手续办理工作。

公司产能内生增长潜力巨大，预计未来产能增加空间为 2125 万吨/年，其中截至 **2022 年公司产能将较 2019 年 985 万吨/年，产能翻一倍，产量预计较 2019 年增长 87.75%。**

表 3：盘江股份在建、拟建矿井情况（万吨）

矿井名称		地质储量	可采储量	煤种	产能	持股比例
金佳矿佳竹箐采区		-	-	无烟煤、贫煤、瘦煤	90	100%
山脚树矿	上市公司	-	-	焦煤、肥煤	205(技改扩容)	100%
月亮田矿		-	-	焦煤、肥煤		100%
马依西一井	马依公司	325181	136044.5	瘦煤、贫瘦煤	240	73.51%
马依东一井				焦煤、无烟煤、贫煤	240	73.51%
马依西二井				焦煤、无烟煤、贫煤	300	73.51%
马依东二井				焦煤、无烟煤、贫煤	300	73.51%
发耳二矿西井一期	恒普公司	114228	46888	焦煤、贫煤、瘦煤	90	90%
发耳二矿西井二期				焦煤、贫煤、瘦煤	150	90%
发耳二矿东井				焦煤、贫煤、瘦煤	180	90%
响水矿（资产注入）	盘南公司	119387	60919	焦煤、贫煤、瘦煤	330	55%
合计		558796	243851.5		2035	

数据来源：公司公告、集团中期票据募集说明书、信达证券研发中心

表 4：盘江股份在建、拟建矿井情况（万吨）

矿井名称	产能（万吨/年）	状态	预计产量增量（万吨）			
			2020 年	2021 年	2022 年	2023 年及以后
金佳矿佳竹箐采区	90（技改扩容）	2019 年进入联合试运转，产量爬坡期	50			
山脚树矿	205(技改扩容)	预计 2020 年底完成		100	105	
月亮田矿						
马依西一井	240	预计 2021 年一采区完工投产		40	80	120
马依东一井	240	规划				240
马依西二井	300	规划				300
马依东二井	300	规划				300
发耳二矿西井一期	90	预计 2020 年底完工投产		90		
发耳二矿西井二期	150	预计 2022 年完工投产				150
发耳二矿东井	180	规划				180
响水煤矿（资产注入）	330	预计 2020 年下半年装入上市公司	120	160	50	
合计	2125		170	350	275	1290
产量同比增速			18.76%	32.53%	19.28%	75.84%

数据来源：公司公告、集团中期票据募集说明书、信达证券研发中心

2、控股股东、实控人体内拥有大量产能，公司产能增长潜力巨大

为实现贵州省优质煤炭资源集中化，2018 年 7 月，贵州省政府批复同意了《贵州盘江煤电集团有限责任公司组建方案》，将贵州国有四大煤炭企业（盘江集团、林东集团、六枝工集团、水矿集团）合并重组。重组完成后，盘江煤电集团将汇集省内大部分优质煤炭资源。当前林东矿业集团煤炭资产已全部纳入公司控股股东盘江控股旗下，2019 年 1 月 21 日，六枝工矿集团股份划转公司实控人盘江煤电集团，水城矿业集团债转股完成后股权将进行划转。

截至 2019 年 9 月，除盘南公司外，公司控股股东盘江控股体内包含林东矿业集团泰来、红林及龙凤 3 座在产煤矿，合计产能 225 万吨/年，为扩大产能，均处于采面升级改造当中。

2018 年盘江控股与首钢产投平等协商，取得首黔公司和松河公司部分股权，股权划转后，盘江投资及控股子公司合计持有首黔公司 91%的股权、合计持有松河公司 80%的股权。目前两家公司经营状况困难，暂时由盘江股份代为托管。松河公司拥有在产煤矿产能 240 万吨/年，2019 年已扭亏为盈，首黔公司杨山煤矿（120 万吨/年）兼并重组项目预计 2020 年底开工建设。

公司实控人盘江煤电集团旗下拥有六枝工矿集团矿井 3 对，其中：生产矿井 1 对（120 万吨/年），在建矿井 1 对（300 万吨/年），复建矿井 1 对（90 万吨/年）。水矿集团拥有在产产能 1175 万吨/年、在建产能 405 万吨/年、拟建产能 180 万吨/年。水

矿集团股权划转后，盘江煤电集团、盘江控股将拥有上市公司体外产能超过 2855 万吨/年。

盘江股份作为集团旗下唯一的煤炭业务上市公司，集团承诺积极采取措施避免同业竞争，待相关煤矿资源经营情况改善，同时满足国家法律法规及相关规范性文件规定的资产注入条件时，集团将采取资产注入、资产转让、剥离等方式将相关资产注入上市公司，未来公司煤炭资源有望通过林东矿业、六枝工矿业、水城矿业旗下资产注入实现煤炭资源的爆发式增长。

表 5：盘江控股体内煤炭矿井情况（万吨）

所属公司	矿井名称	地质储量	可采储量	煤种	产能	持股比例	状态
林东矿业	泰来煤矿	1086	492	无烟煤	45	100%	在产
	红林煤矿	9191	6262	无烟煤	90	100%	在产
	龙凤煤矿	6250	4227	无烟煤	90	100%	在产
首黔公司	杨山煤矿	22488	-	焦煤、瘦煤	120	91%	预计 2020 年底开工建设
松河公司	松河煤矿	55000	33000	焦煤、贫煤、瘦煤	240	80%	在产
	合计	94015	43981		585		

数据来源：公司公告、集团中期票据募集说明书、信达证券研发中心

表 6：盘江煤电集团煤炭矿井情况（万吨）

所属公司	矿井名称	地质储量	可采储量	煤种	产能	持股比例	状态
六枝工矿	A	-	-	-	120	100%	在产
	B	-	-	-	300	100%	在建
	C	-	-	-	90	100%	复建
水城矿业	汪家寨煤矿	13369	8964	焦煤	270	100%	预计 2020 年底开工建设
	大湾煤矿	32630	1265	焦煤、气煤	200	100%	在产
	大河煤矿	13815	6132	焦煤	90	100%	在产
	那罗煤矿	20289	9883	焦煤	120	100%	在产
	老鹰山煤矿	10279	4535	1/3 焦煤	90	100%	在产
	中岭公司	25460	14338	无烟煤	225	55.15%	在产
	玉舍中井	5226	2461	贫瘦煤	60	41.99%	在产
	文家坝一矿	31024	16739	无烟煤	120	61.46%	在产
	大湾煤矿中井	-	-	焦煤、气煤	90	100%	在建
	文家坝公司二矿	29070	19710	无烟煤	120	61.46%	在建
	格目底公司马场煤矿	7629	2947	主焦煤	45	16.8%	在建
	玉舍煤矿东井	34392	13056	贫瘦煤	90	41.99%	在建

	大坝田煤矿	-	-	-	60	-	在建
	文家坝一矿(二期)	-	-	无烟煤	90	61.46%	拟建
	文家坝二矿(二期)	-	-	无烟煤	90	61.46%	拟建
	合计	223183	100030		2270		

数据来源：公司公告、信用跟踪评级报告、信达证券研发中心

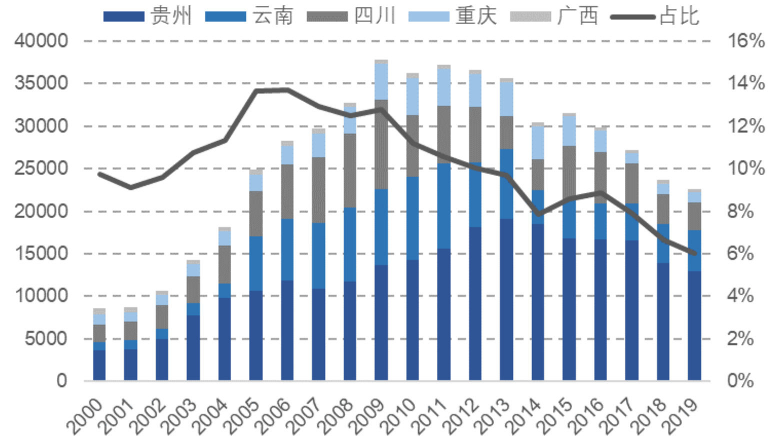
西南煤炭市场供需持续紧平衡

1、供给侧改革期间，煤炭供给逐年递减

西南地区由于特殊的地质环境，30 万吨/年以下产能煤矿占比较大，叠加煤与瓦斯突出现象严重、煤种含硫量偏高，在淘汰危险、落后产能过程中煤炭产能大幅跌落。根据各省去产能公告，2016-2019 年贵州、云南、四川、重庆、广西五省区共退出煤炭产能 1.91 亿吨/年。供给侧改革后西南地区煤炭产量大幅下降，2019 年西南五省区原煤总产量为 22552.9 万吨，相较 2015 年 31830.07 万吨已减少 29.15%，原煤产量全国占比也从 2015 年的 8.56%持续下降至 2019 年的 6.02%。西南地区炼焦煤资源丰富，2019 年西南五省区炼焦煤总计产量为 9971.9 万吨，占比为 41.19%。

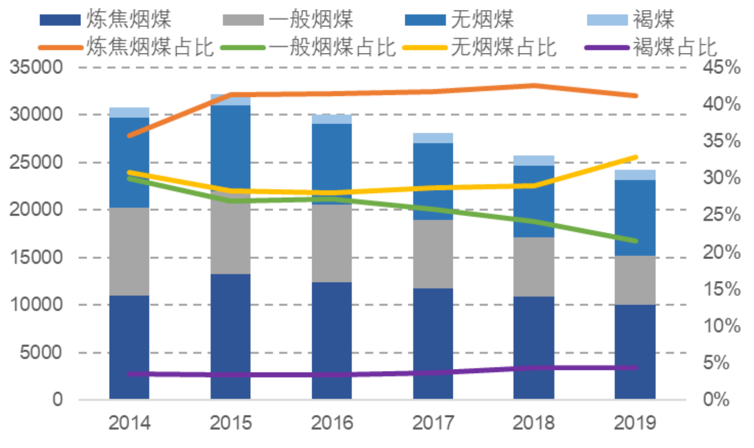
未来各省将继续巩固去产能成果，继续推进 30 万吨/年以下产能有序退出，西南地区煤炭供应增加可能性较低。

图 29：2000 年以来西南五省区原煤产量(万吨)



资料来源：公司公告，信达证券研发中心

图 30：西南地区炼焦煤产量比重较大(万吨)



资料来源：煤炭资源网，信达证券研发中心

表 7：2016 年以来西南各省去产能情况（万吨）

	贵州	云南	四川	重庆	广西	合计
2016	2107	1866	2303	2084	236	**8596**
2017	1749	169	1648	264	246	4076
2018	1038	1246	1522.4	87	147	**4040.4**
2019	1266	430	377	170	154	2397
合计	**6160**	**3711**	**5850.4**	**2605**	**783**	**19109.4**

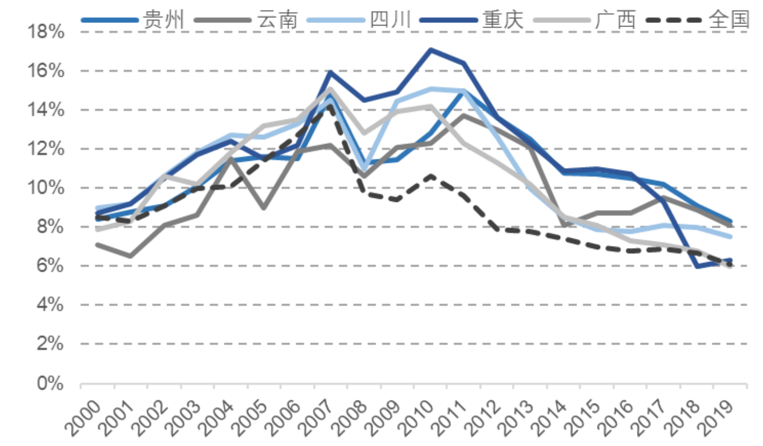
资料来源：政府公告，信达证券研发中心

2、煤炭需求稳中有升，供需缺口扩大

我们看好西南地区未来经济发展和投资增速，供需缺口或进一步扩大。从 GDP 来看，贵州省自 2012 年以来，GDP 增速均保持在全国前三的水平，四川、云南近三年的 GDP 增速亦居于全国前列,重庆 GDP 多年增速领跑全国，近两年增速放缓，但仍高于全国水平。

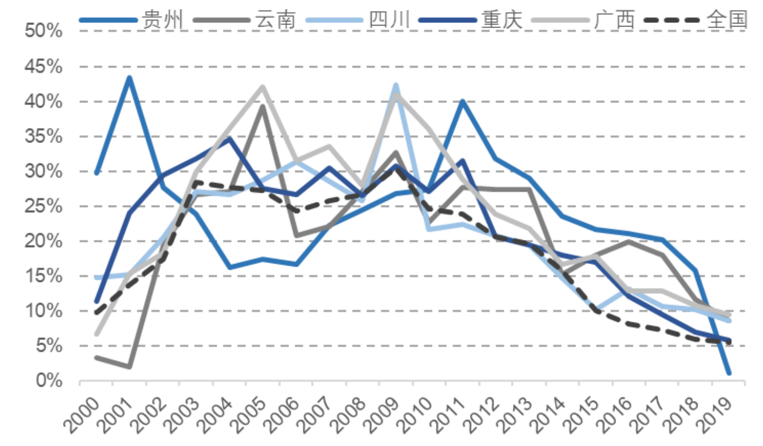
从固定资产投资来看，2016 年以来，西南五省区固定资产投资增速明显高于全国水平，2019 年，贵州省固定资产投资增速受基建拖累，明显下滑；四川、广西、云南、重庆四地的固定资产投资完成额累计增速分别+8.7%/+9.3%/+6.3%/5.7%，均超过了同期全国平均增速+5.4%，这四个地区投资高增长将继续带来西南地区的煤炭需求。

图 31：西南地区 GDP 增速领先全国



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 32：西南地区固定资产投资完成额增速较快

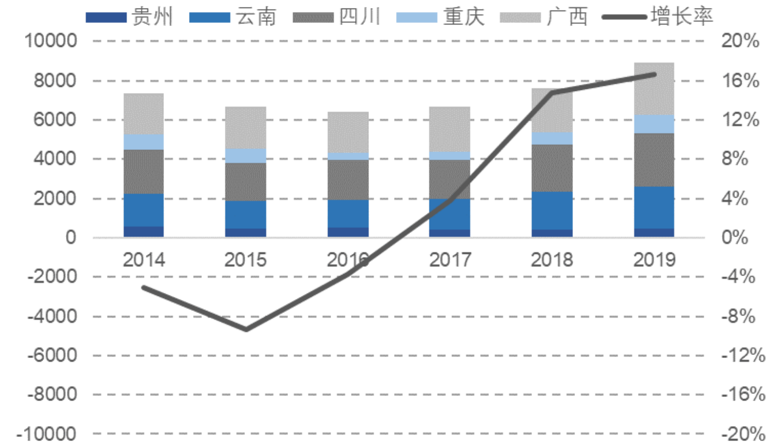


资料来源：万得，信达证券研发中心

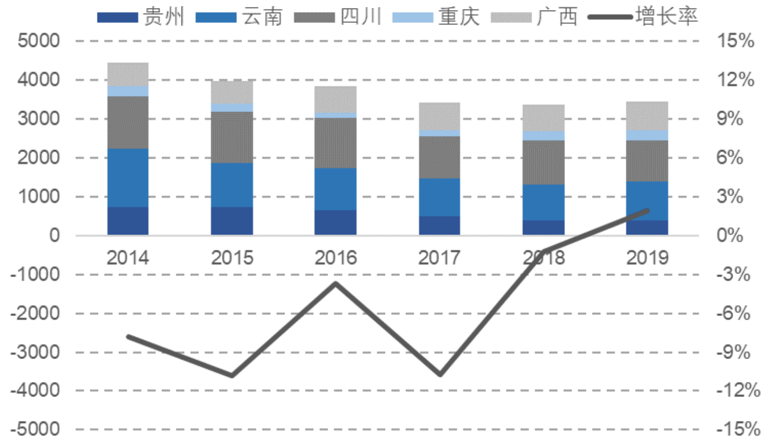
伴随西南地区的经济和固定资产投资的增长，区域高耗能产业发展迅速。包含四川、重庆、贵州、云南、广西的西南省份粗钢产量至 2017 年开始增速转正，并持续提升，2019 年合计生产粗钢 8913.92 万吨，同比增长 16.61%。2019 年西南五省区合计生产焦炭 3445.4 万吨，同比增长 1.92%，同样开启新一轮上升。西南地区炼焦煤资源 48.58%以及炼焦煤产量的 62.91%分布在贵州，西南地区对贵州焦煤资源的依赖度非常高。

图 33：西南地区粗钢产量快速增长(万吨)

图 34：西南地区焦炭产量开始增加(万吨)



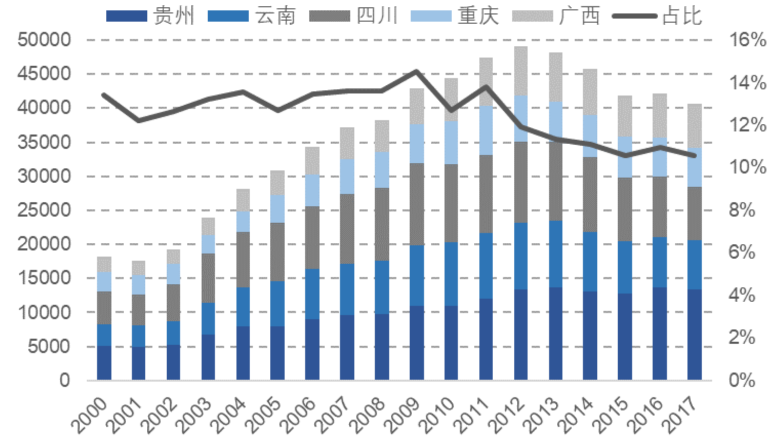
资料来源：万得，信达证券研发中心



资料来源：万得，信达证券研发中心

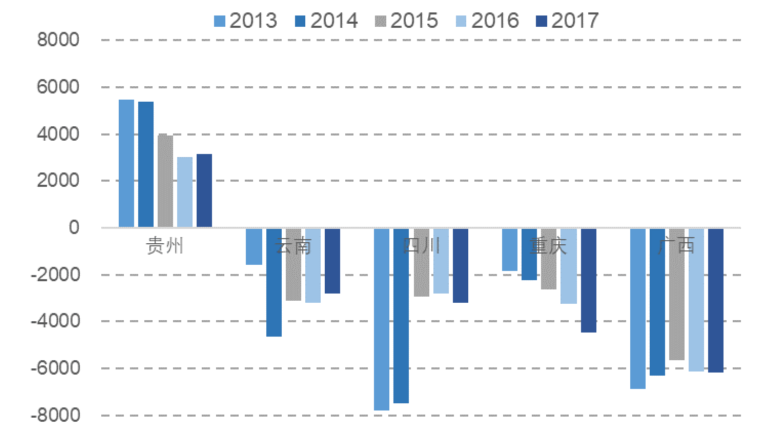
西南地区煤炭供需形势紧张，仅有贵州省为煤炭净调出省份，但可供调出的煤炭逐年减少，广西、重庆、云南、四川等周边省份煤炭连续多年供不应求，贵州煤炭调出量满足不了周边省份的需要，煤炭供需缺口不断扩大，2017 年西南五省区煤炭缺口总量达到 1.35 亿吨。

图 35：2000 年以来西南五省区煤炭消费量(万吨)



资料来源：万得，信达证券研发中心

图 36：西南地区煤炭供需缺口不断扩大(万吨)



资料来源：万得，信达证券研发中心

3、公司地理位置优越，竞争优势稳固

西南地区煤炭市场相对封闭、独立性强。从国内煤炭供应来看，北方主要产煤省份很难补给西南省份。北方煤进入西南，需要克服远距离运输和成本高等因素。一是运输距离较远，造成物流成本高，煤炭产品缺乏竞争优势；二是北煤南下需要协调沿线几个铁路局，协调难度较大。从进口煤供应来看，云贵川深处我国西南内地，距海岸线遥远，广西虽然沿海，但煤炭运输渠道有限，难以打通云贵川内陆，西南地区煤炭市场很难受到来自澳大利亚、蒙古的进口煤炭影响。

贵州地理位置优越，东靠湖南，南邻广西，西毗云南，北连四川和重庆，是西南地区的交通枢纽。贵州省煤炭外运通道包括“一横一纵”，即沪昆横向通路、南昆纵向通路。其中，沪昆铁路起于云南昆明，经由贵州、湖南、江西，浙江，最终到达上海。南昆铁路起于云南昆明，经由贵州到达广西南宁。该通道主要将贵州煤炭运往云南、广西、湖南以及川渝等地区。此外，还有川黔铁路、黔桂铁路分别将少量煤炭运往川渝、广西等地区。黔煤外运与北煤南运（山西煤炭）相比，铁路运距可相对缩短 400-1800km，每吨可节省运费 33-130 元，具有流向合理、运距短、运费低，在价格上有竞争优势，易为用户所接受。

盘江股份与周边煤企相比，在煤炭运输方面也有明显优势。贵昆铁路盘西支线、南昆铁路、水柏铁路在公司所在地交汇，公司下属月亮田、山脚树、火铺等矿井均有铁路外运煤炭，土城、金佳、响水、松河等矿井也都在铁路沿线，公司下属各矿井均建有铁路专用线，并有直供电厂的皮带走廊。

盈利预测

综合以上对西南区域煤炭市场煤炭运行趋势的判断以及公司主营业务和在建产能的分析，我们对公司未来盈利预测中使用假设如下:

（1）考虑西南区域市场供需偏紧，预计精煤的价格在上半年受疫情影响下的下跌逐步修复，2020-22 年公司精煤吨煤售价分别 1156/1249/1259 元/吨，同比分别-7%/+8%/0%。在动力煤方面，我们假设贵州地方电煤保供限价政策持续，未来三年混煤的价格保持不变，2019-22 年吨煤售价均为 270 元/吨。

（2）2020 年 5 月核增 90 万吨/年金佳矿佳竹菁采区今年开始逐步放量，盘南公司 330 万吨/年产能的响水煤矿下半年成功装入上市公司；90 万吨/年的发耳二矿西井一期预计年底投产，2021 年放量；马依西一井一采区 120 万吨产能预计 2021 年一季度投产并开始放量。同时假设未来公司的混煤/精煤比例 40%/39%/38%。2020-22 年我们预计公司精煤产量分别 432/558/649 万吨，同比分别 19%/29%/16%；混煤产量分别 462/627/765 万吨，同比分别 19%/36%/22%；煤炭总销量分别 956.74/1243.82/1469.30 万吨，同比分别 17%/30%/18%。

（3）在成本方面，我们预计新建产能投产带来煤矿吨煤工效提升，2020-22 年吨煤成本下降 4%/4%/4%。

基于以上假设，我们预测公司 2020-2022 年营业收入分别 71/95/111 亿元，同比分别+10%/+34%/+16%，归母净利分别 11/17/20 亿元，同比分别 0%/+51%/+22%，EPS 分别 0.66/1.00/1.22 元/股。考虑到公司未来的业绩增长，以及我们盈利预测和近十年年均分红率 66%假设下，2020-2022 年高达 7.1%/10.8%/13.1%的股息率，我们看好公司的风险收益比，首次覆盖，给予公司“买入”评级。

表 8：可比公司盈利及估值对比（7 月 14 日收盘价）

股票代码	证券简称	股价（元）	市值（亿元）	PE（倍）				EPS（元）			
				2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
600985.SH	淮北矿业	10.84	235.49	6	7	7	6	1.68	1.53	1.64	1.71
600997.SH	开滦股份	5.52	87.65	8	10	9	8	0.72	0.57	0.64	0.69
000983.SZ	西山煤电	4.56	186.80	8	9	8	8	0.54	0.53	0.55	0.57
601699.SH	潞安环能	7.22	215.98	9	10	9	9	0.80	0.71	0.78	0.83
	平均值			**8**	**9**	**8**	**8**	**1.25**	**1.11**	**1.20**	**1.27**
600395.SH	**盘江股份**	**6.15**	**101.79**	**9**	**9**	**6**	**5**	**0.66**	**0.66**	**1.00**	**1.22**

资料来源：万得，信达证券研发中心

风险提示

（1）疫情影响下经济超预期下滑;

（2）产能释放和资产注入速度不及预期;

（3）区域电煤供应紧张下政府要求公司提高电煤供应量;

（4）公司煤矿出现安全生产事故。

资产负债表单位:百万元利润表单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	4,817.30	4,799.62	5,162.95	6,571.10	8,338.43
货币资金	1,370.28	1,934.96	2,017.78	2,418.98	3,540.90
应收票据	2,528.44	2,080.01	2,292.16	3,073.57	3,572.60
应收账款	500.00	471.54	519.63	696.77	809.90
预付账款	60.23	52.92	59.05	73.69	83.75
存货	95.70	121.99	136.12	169.87	193.07
其他	262.66	138.21	138.21	138.21	138.21
非流动资产	8,311.09	9,534.92	9,820.83	10,055.67	10,216.70
长期股权投资	788.16	803.71	803.71	803.71	803.71
固定资产（合计）	2,777.47	3,126.61	4,981.73	6,968.00	7,230.74
无形资产	752.27	711.19	655.45	601.34	550.12
其他	3,993.19	4,893.40	3,379.93	1,682.62	1,632.13
资产总计	13,128.39	14,334.54	14,983.79	16,626.77	18,555.13
流动负债	3,865.90	3,834.42	4,022.26	4,485.36	4,801.68
短期借款	1,581.10	1,329.70	1,329.70	1,329.70	1,329.70
应付票据	390.68	456.90	509.83	636.23	723.12
应付账款	986.15	1,067.44	1,191.11	1,486.42	1,689.41
其他	907.97	980.38	991.62	1,033.02	1,059.45
非流动负债	2,364.89	2,832.33	2,832.33	2,832.33	2,832.33
长期借款	100.00	200.00	200.00	200.00	200.00
其他	2,264.89	2,632.33	2,632.33	2,632.33	2,632.33
负债合计	6,230.79	6,666.74	6,854.59	7,317.69	7,634.01
少数股东权益	326.16	326.04	354.25	537.26	790.46
归属母公司股东权益	6,571.45	7,341.75	7,774.95	8,771.82	10,130.66
负债和股东权益	13,128.39	14,334.54	14,983.79	16,626.77	18,555.13

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6,089.81	6,457.64	7,116.29	9,542.28	11,091.57
营业成本	4,025.26	4,153.36	4,634.55	5,783.56	6,573.39
营业税金及附加	308.71	308.33	339.78	455.62	529.59
销售费用	19.09	16.40	18.07	24.23	28.16
管理费用	604.80	621.79	685.21	918.80	1,067.98
研发费用	39.42	150.76	166.13	222.77	258.94
财务费用	93.44	104.12	97.45	115.04	121.71
减值损失合计	-25.98	-1.76	-1.94	-2.61	-3.03
投资净收益	42.54	64.15	36.26	47.65	49.36
其他	68.80	146.03	124.19	114.18	129.31
营业利润	1,136.40	1,314.83	1,337.50	2,186.70	2,693.48
营业外收支	-29.10	-10.41	-16.85	-21.14	-19.72
利润总额	1,107.30	1,304.42	1,320.65	2,165.56	2,673.76
所得税	162.96	213.58	198.10	324.83	401.06
净利润	944.35	1,090.84	1,122.55	1,840.73	2,272.70
少数股东损益	-0.60	-0.13	28.20	183.01	253.20
归属母公司净利润	944.94	1,090.97	1,094.34	1,657.71	2,019.49
EBITDA	1,380.36	1,592.15	1,617.90	2,495.89	3,024.15
EPS (当年)(元)	0.57	0.66	0.66	1.00	1.22

重要财务指标 单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	6,089.81	6,457.64	7,116.29	9,542.28	11,091.57
同比（%）	0.14%	6.04%	10.20%	34.09%	16.24%
归属母公司净利润	944.94	1,090.97	1,094.34	1,657.71	2,019.49
同比（%）	7.72%	15.45%	0.31%	51.48%	21.82%
毛利率（%）	33.90%	35.68%	34.87%	39.39%	40.74%
ROE%	14.52%	15.68%	14.48%	20.04%	21.37%
EPS (摊薄)(元)	0.57	0.66	0.66	1.00	1.22
P/E	11	9	9	6	5
P/B	1.55	1.39	1.31	1.16	1.00
EV/EBITDA	8.63	7.40	7.28	4.72	3.90

现金流量表 单位:百万元

会计年度	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	887.98	1,742.10	1,291.91	1,580.95	2,246.24
净利润	944.35	1,090.84	1,122.55	1,840.73	2,272.70
折旧摊销	211.31	215.84	233.06	265.08	285.67
财务费用	61.74	71.89	64.19	65.25	64.72
投资损失	-42.54	-64.15	-36.26	-47.65	-49.36
营运资金变动	-282.99	427.99	-90.72	-541.24	-326.07
其它	-3.89	-0.31	-0.91	-1.22	-1.42
投资活动现金流	-619.30	-495.22	-482.87	-452.48	-397.59
资本支出	-503.34	-714.39	-519.14	-500.14	-446.95
长期投资	148.40	219.17	36.26	47.65	49.36
其他	-264.36	0.00	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	202.66	-633.82	-726.21	-727.27	-726.74
吸收投资	25.00	0.00	0.00	0.00	0.00
借款	363.03	-68.30	0.00	0.00	0.00
支付利息或股息	507.20	560.27	726.21	727.27	726.74
现金流净增加额	471.34	613.06	82.83	401.20	1,121.91

研究团队简介

左前明，中国矿业大学（北京）博士，注册咨询（投资）工程师，中国地质矿产经济学会委员，中国国际工程咨询公司专家库成员，中国信达业务审核咨询专家库成员，曾任中国煤炭工业协会行业咨询处副处长（主持工作），从事煤炭以及能源相关领域研究咨询，曾主持“十三五”全国煤炭勘查开发规划研究、煤炭工业技术政策修订及企业相关咨询课题上百项， 2016 年 6 月加盟信达证券研发中心，负责煤炭行业研究。2019 年至今，负责大能源板块研究工作。

周杰，煤炭科学研究总院硕士，中国人民大学硕士，2017 年 5 月加入信达证券研发中心，从事煤炭行业研究。

机构销售联系人

区域	姓名	手机	邮箱
华北	袁泉	13671072405	yuanq@cindasc.com
华北	张华	13691304086	zhanghuac@cindasc.com
华北	唐蕾	18610350427	tanglei@cindasc.com
华北	魏冲	18340820155	weichong@cindasc.com
华东	王莉本	18121125183	wangliben@cindasc.com
华东	文襄琳	13681810356	wenxianglin@cindasc.com
华东	张思莹	13052269623	zhangsiying@cindasc.com
华东	吴国	15800476582	wuguo@cindasc.com
华东	孙斯雅	18516562656	sunsiya@cindasc.com
华东	张琼玉	13023188237	zhangqiongyu@cindasc.com
华东	袁晓信	13636578577	yuanxiaoxin@cindasc.com
华南	王留阳	13530830620	wangliuyang@cindasc.com
华南	王雨霏	17727821880	wangyufei@cindasc.com
华南	杨诗茗	13822166842	yangshiming@cindasc.com
华南	陈晨	15986679987	chenchen3@cindasc.com

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师,以勤勉的职业态度,独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。
本报告是针对与信达证券签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。
本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。
在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。
在法律允许的情况下，信达证券或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。
本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。
如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

评级说明

投资建议的比较标准	股票投资评级	行业投资评级
本报告采用的基准指数：沪深 300 指数（以下简称基准）; 时间段：报告发布之日起 6 个月内。	**买入：** 股价相对强于基准 20％以上;	**看好：** 行业指数超越基准;
	增持： 股价相对强于基准 5％～20％;	**中性：** 行业指数与基准基本持平;
	持有： 股价相对基准波动在±5% 之间;	**看淡：** 行业指数弱于基准。
	卖出： 股价相对弱于基准 5％以下。	

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地了解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。
本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。